

# 日本経済の見通し

2023年9月29日

SOMPO インスティテュート・プラス株式会社

企画・公共政策 マクロ経済チーム

# 目次

## 1. 経済・物価見通し …… P2～P7

- 見通しの概要(メインシナリオ)、前回シナリオからの変化点
- 実質GDPとコアCPIの見通し
- メインシナリオに対するリスク

## 2. 各分野のポイント …… P8～P22

- 政府支出、海外経済(米国、中国)
- 主要需要項目(輸出・設備投資・個人消費)とその背景
- 消費者物価

## 3. トピック解説 …… P23～P26

- 中国政府の不動産対策
- 検索データによる中国人訪日客数のナウキャストイング
- 設備投資の制約要因



# 1. 経済・物価見通し

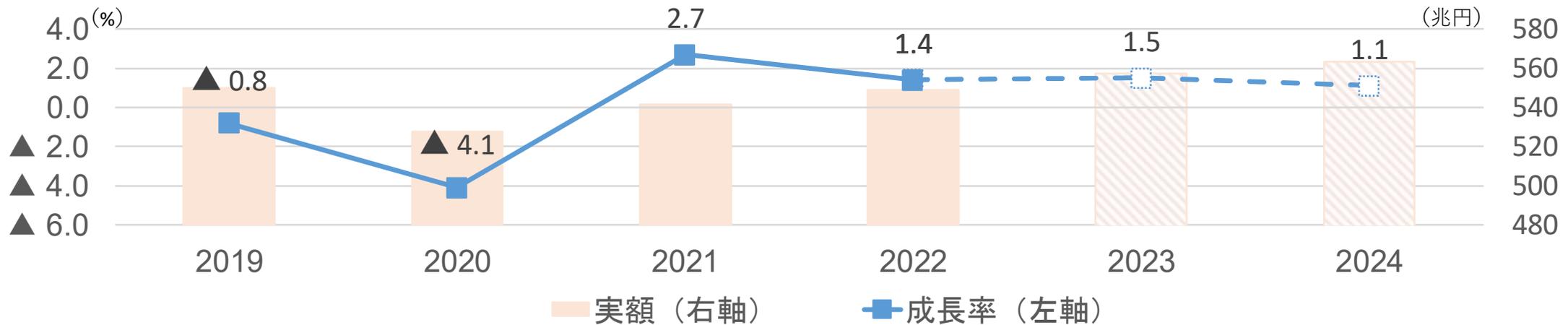
## 見通しの概要(メインシナリオ)

- ◇**実質GDP**は、外需減速の影響を受けるものの、当面は経済活動の正常化、その後はコストプッシュインフレの収束等を背景に、内需中心の緩やかな成長を続ける(23年度+1.5%、24年度+1.1%)。
- ◇**コアCPI**は、エネルギー価格の振れを伴いつつ、財価格中心のコストプッシュインフレが23年度後半以降に収束に向かうことから、前年比上昇率が低下していく(23年度+2.8%、24年度+1.7%)。この間、サービス価格は賃金上昇に伴い、緩やかな上昇を続ける。
- ◇**海外経済**は、米欧の引締め的な金融環境の継続や中国の不動産不況が重石となり、緩やかな減速局面が続く。ただし、米国消費の底堅さが続くことなどから、はっきりとした景気後退は回避されると想定する。
- ◇**輸出**は、サービス輸出(インバウンド消費)の回復が続くも、上記の海外経済を反映して緩やかな伸びに止まる。
- ◇**設備投資**は、外需減速の影響を受けつつも、堅調な企業業績を背景として、省力化や脱炭素対応の投資を中心に、緩やかな回復を続ける。
- ◇**個人消費**は、当面は経済活動正常化の効果から、その後はコストプッシュインフレの収束と賃上げの継続による実質賃金の改善から、緩やかな回復を続ける。

## 前回シナリオ(23年6月時点)からの変化点

- ◇**実質GDP**は、23年度を上方修正(前回+1.1%⇒今回+1.5%)、24年度を下方修正した(同+1.3%⇒+1.1%)。23年度は、長引く物価高を背景に個人消費を下方修正した。一方、円安効果等から輸出を上方修正したほか、設備投資も、いわゆるベース効果を勘案し、上方修正した。24年度は、海外経済の見通しを前回見通し対比で幾分慎重化させたことから、輸出と設備投資の増加率をそれぞれ引き下げた。
- ◇**コアCPI**は、政府の物価高対策の延長が押し下げ要因となるが、財価格のコストプッシュインフレ収束の後ずれを勘案し、23年度を引き上げた(前回+2.6%⇒今回+2.8%)。また、賃上げを通じたサービス価格への上昇圧力が増すと考えたことと、物価高対策の反動が出ることを踏まえ、24年度も引き上げた(前回+1.4%⇒今回+1.7%)。
- ◇**海外経済**は、減速感が強まる中国景気と想定以上に底堅い米国景気の綱引きにより、23年度の見方を据え置き。一方、24年度は米欧の金融引締め環境の長期化を反映し、幾分弱く想定。**輸出**は、円安や供給制約緩和、中国の訪日団体旅行の解禁を踏まえ23年度を引き上げた一方、24年度は、上記の海外経済の見方を反映して引き下げた。
- ◇**設備投資**は、22年度中の計数改訂によるベース効果を勘案し、23年度を引き上げた。一方、24年度は、上述した輸出環境を反映して、製造業の輸出向け投資案件を念頭に、引き下げた。
- ◇**個人消費**は、コストプッシュインフレの長期化と夏季の悪天候を勘案して、23年度を下方修正した。24年度は、物価見通しが上振れるものの、同時に賃上げの動きも強まることから、前回対比で見通しを変えていない。

# 実質GDPの見通し



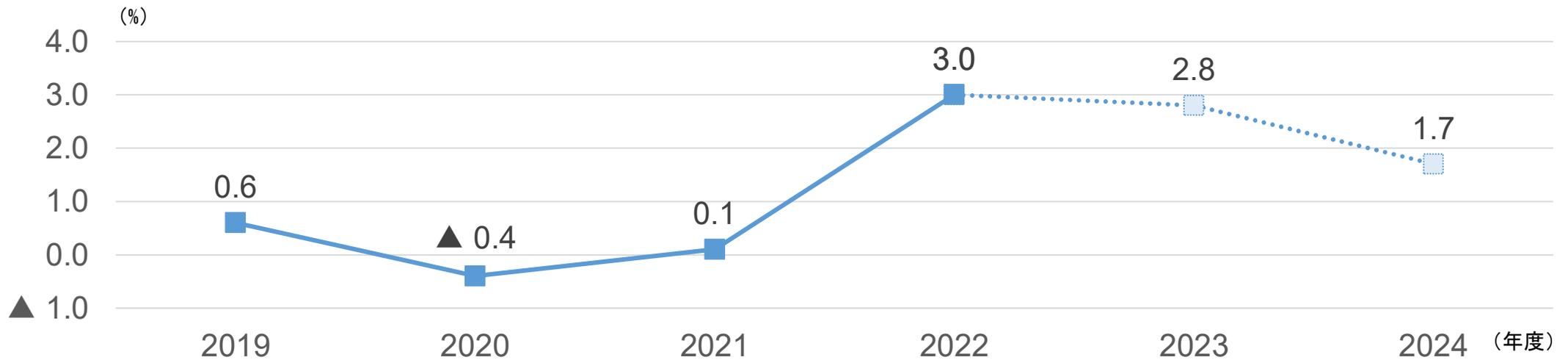
年度	今回	前回※1
2020 (実績)		▲4.1%
2021 (実績)		+2.7%
2022 (実績)		+1.4%
2023 (予測)	<b>+1.5%</b>	+1.1%
2024 (予測)	<b>+1.1%</b>	+1.3%

## 【寄与度】

	民間最終消費	民間設備投資	政府支出※2	輸出
2023	0.5%	0.5%	0.2%	0.4%
	0.7%	0.4%	0.2%	0.3%
2024	0.6%	0.4%	0.1%	0.4%
	0.6%	0.5%	0.1%	0.5%

※1:「前回」は6月時点当社見通し。寄与度の右下数字も同様。  
 ※2: 政府支出 = 政府最終消費支出 + 公的固定資本形成

## コアCPI(除く生鮮食品)の見通し



年度	今回	前回※1
2020 (実績)	▲0.4%	
2021 (実績)	+0.1%	
2022 (実績)	+3.0%	
2023 (予測)	<b>+2.8%</b>	+2.6%
2024 (予測)	<b>+1.7%</b>	+1.4%

## メインシナリオに対するリスク

### 【ダウンサイド】

- ◇ **海外経済の下振れ。** 中国経済は、不動産市況の低迷長期化や家計・企業のバランスシート調整が懸念される中、政府の景気対策が引き続き比較的小規模なものにとどまる場合には、減速感が一層強まる可能性がある。足もと底堅い米国経済も、金融引締め長期化から24年度が下振れるリスクは残されている。
- ◇ **物価高の長期化による内需の下振れ。** 足もとの原油価格の反転や円安進行もあって、コストプッシュインフレがさらに長引く場合には、実質賃金や企業収益の圧迫を通じて、消費・設備投資を抑制する可能性がある。
- ◇ **人手不足等による設備投資の進捗遅延。** 足もと、旺盛な計画対比で投資の実績は弱めとギャップがある。コストの上昇や人手不足が工事遅延の一因である場合、見通し期間を通じて設備投資が下振れる可能性がある。

### 【アップサイド】

- ◇ **設備投資意欲の更なる高まり。** 企業業績の改善を踏まえると、企業が省人化投資や脱炭素関連投資を加速させ、設備投資が上記とは逆に上振れる可能性もある。
- ◇ **国内の賃上げ機運の継続。** 人手不足や企業業績の改善を背景に24年度の賃上げがさらに上振れれば、同年度の個人消費も上振れる可能性がある。
- ◇ **政府の経済対策。** 10月に打ち出される政府の経済対策の効果は、基本的に本見通しには織り込まれていない。

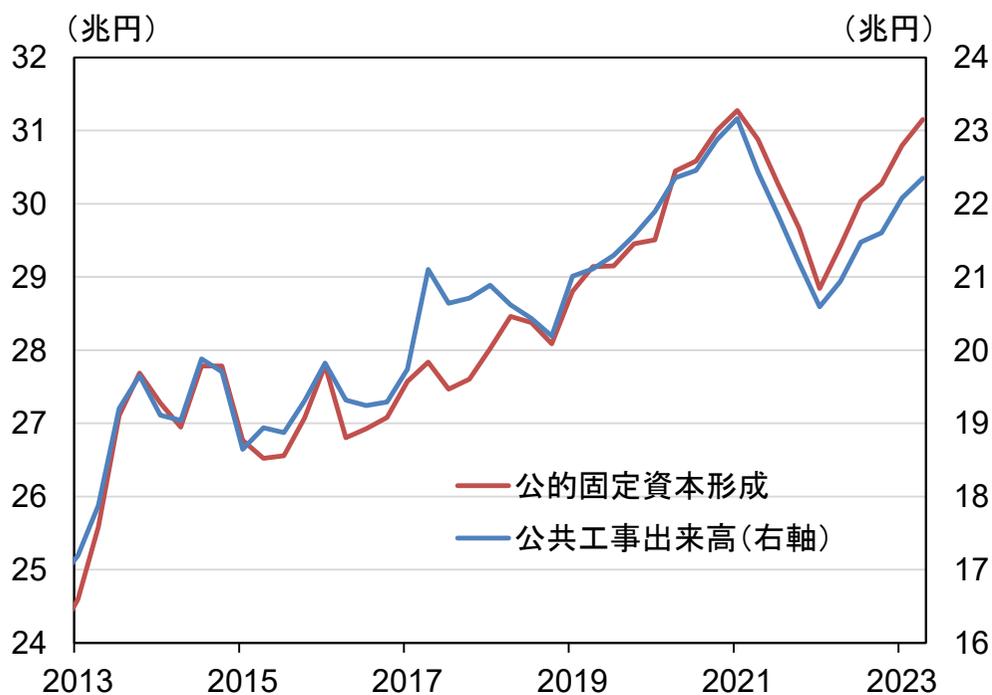


## 2. 各分野のポイント

# 政府支出

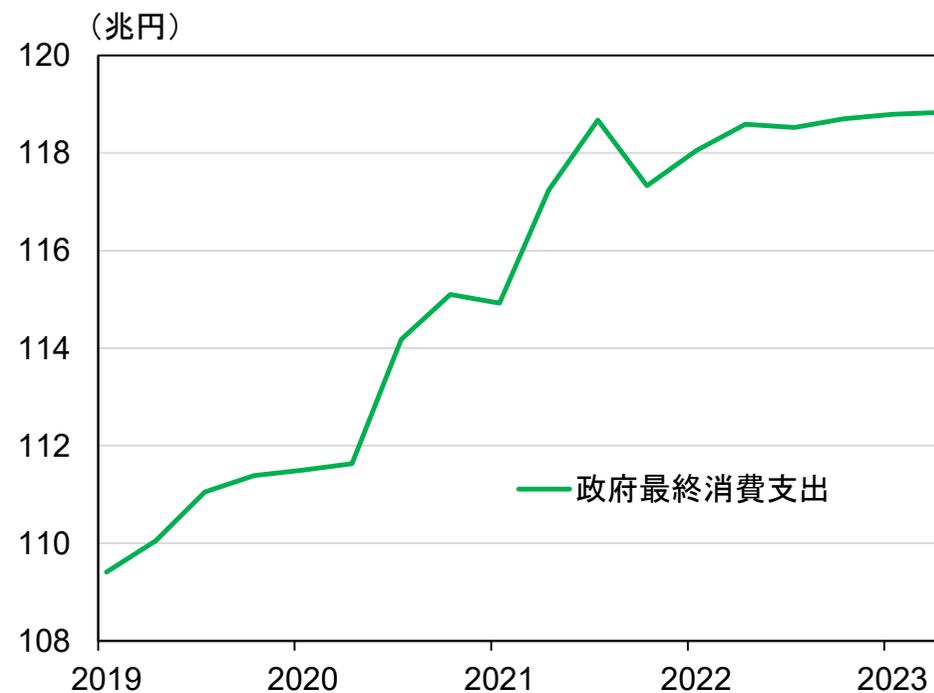
- 政府支出(公共投資+政府消費)の前年比伸び率は、23年度+0.8%、24年度+0.6%(前回見通しから不変)。
- 公共投資は、前年度の補正予算や今年度の当初予算の執行から、政府消費は、公務員の賃上げや高齢化に伴う社会保障関連支出の増加などから、いずれも緩やかな増加を見込む。

## 公共投資



(注) 名目・季節調整済年率換算  
 (出典) 内閣府「国民経済計算」、国土交通省「建設総合統計」

## 政府消費

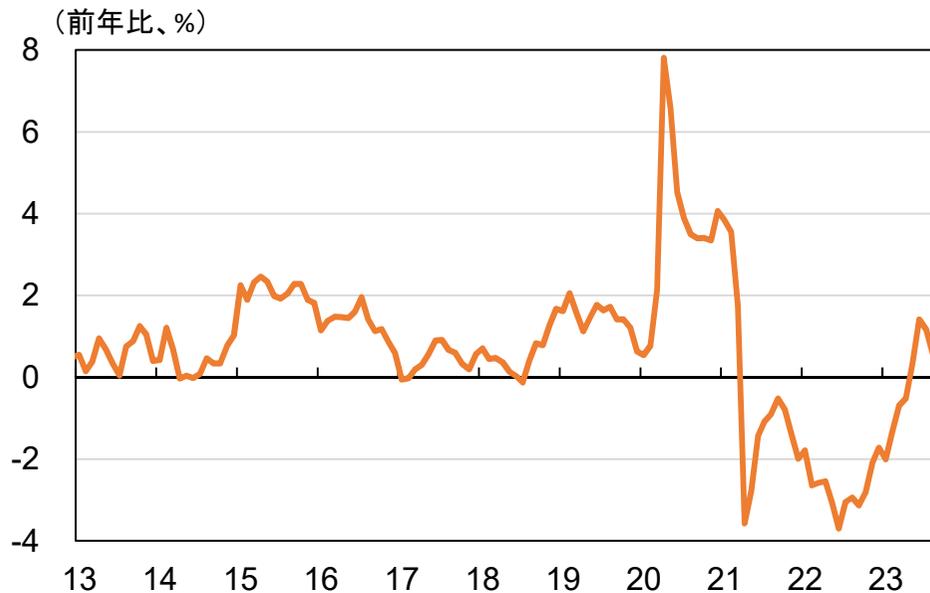


(注) 実質・季節調整済年率換算  
 (出典) 内閣府「国民経済計算」

## 米国経済①

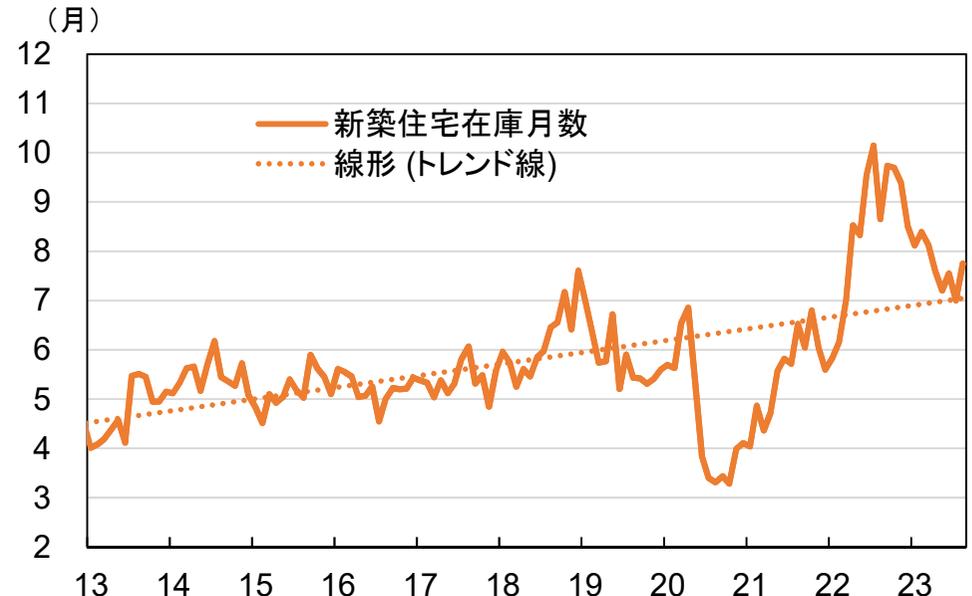
- 米国経済は、高止まりする政策金利や融資基準引締めが重石となるものの、個人消費の底堅さから緩やかな減速に留まるとみる。過剰貯蓄の解消に伴う消費の減速も懸念されていたが、足もとでは実質賃金の前年比がプラス圏で推移していることも好材料。
- また、住宅ローン金利が高騰する中、買い替え需要が減り中古住宅の供給が減少したことも影響し、新築住宅の在庫調整はほぼ終わっている。足もとの長期金利の再上昇が住宅投資に与える追加的影響は大きくないとみておく。

### 実質賃金



(注) 実質賃金の伸び率 = 平均時給の伸び率 - 消費者物価指数の伸び率  
(出典) 米労働省

### 新築住宅在庫月数

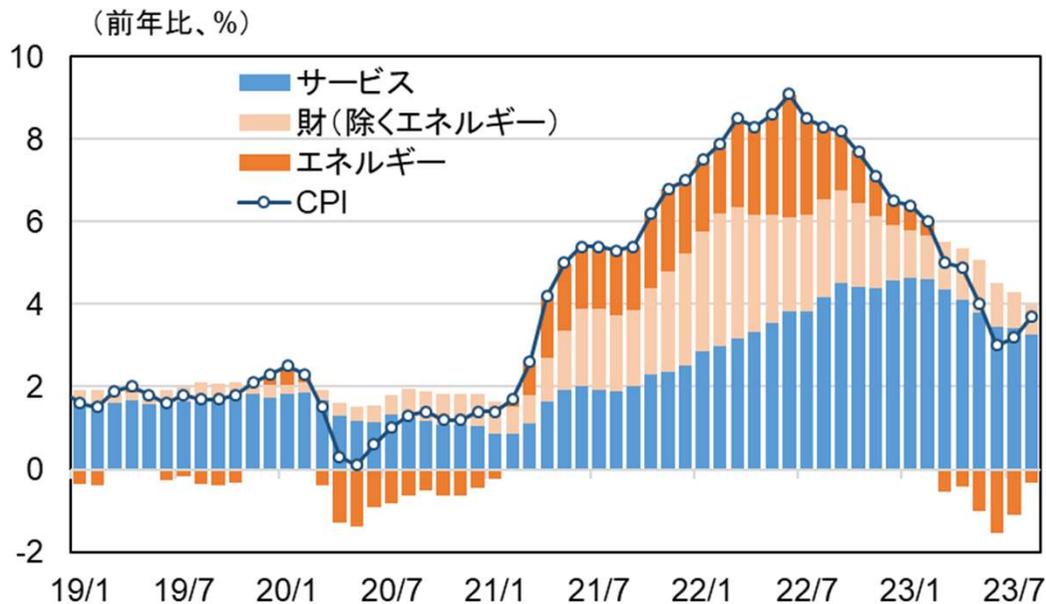


(注) トレンド線は、2013年1月以降を対象とした線形近似曲線  
(出典) 全米不動産協会

## 米国経済②

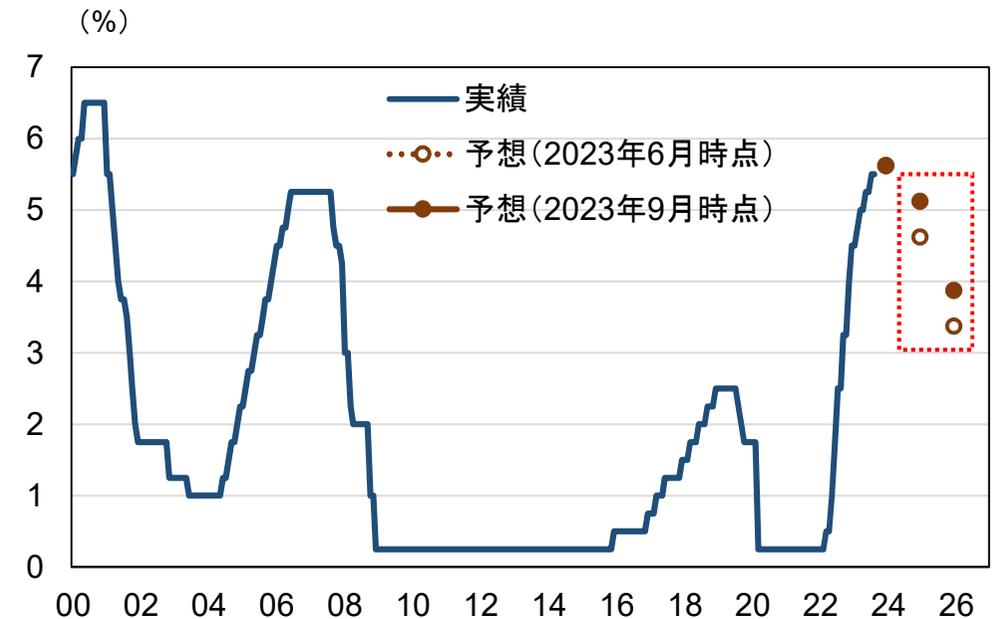
- 消費者物価は、エネルギー価格の落ち着きなどを背景に、伸び率が縮小。一方で、サービス項目に下げ渋りの動きも見られ、FRBの物価目標(+2%)に至るには、まだ暫く時間がかかることが見込まれる。
- こうした中、足もとの景気の底堅さも踏まえ、年内に追加利上げが見込まれており、既に約22年ぶりの高水準にある政策金利は、その後も当面高止まりする見込み。

### 消費者物価指数



(出典)米労働省

### 政策金利

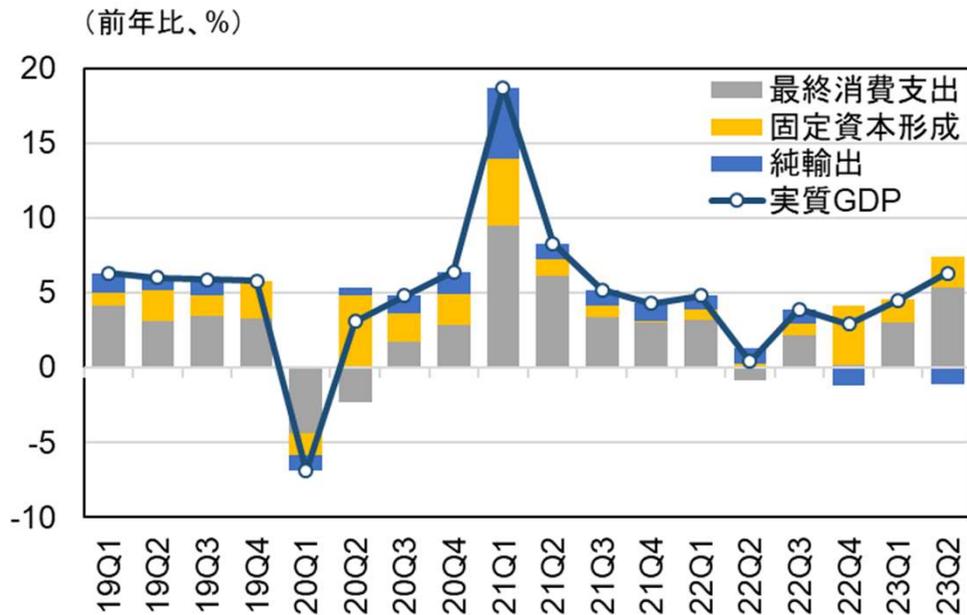


(注) 予想はFOMCメンバーによる政策金利見通しの中央値  
(出典)FRB

# 中国経済①

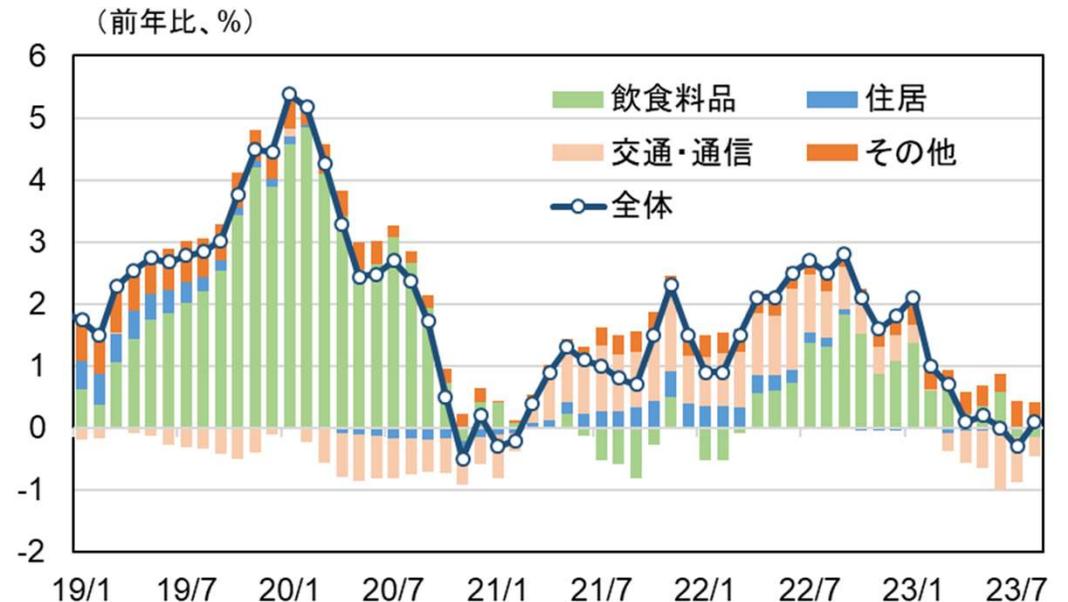
- 実質GDPは、23年前半は消費を中心に伸び率拡大。ただし、直近分は前年の数字が低かった影響を割り引いて見ると、景気減速感が見られ、23年の政府目標（通年で前年比+5%前後）の達成は不透明。
- 消費者物価指数は、一時前年比マイナスに転じるなど、デフレ懸念が生じている。他国同様、エネルギー価格の落ち着きが見られることに加え、ウェイトの高い飲食料品の伸び率縮小が影響している。

### 実質GDP



(出典) 国家統計局

### 消費者物価指数

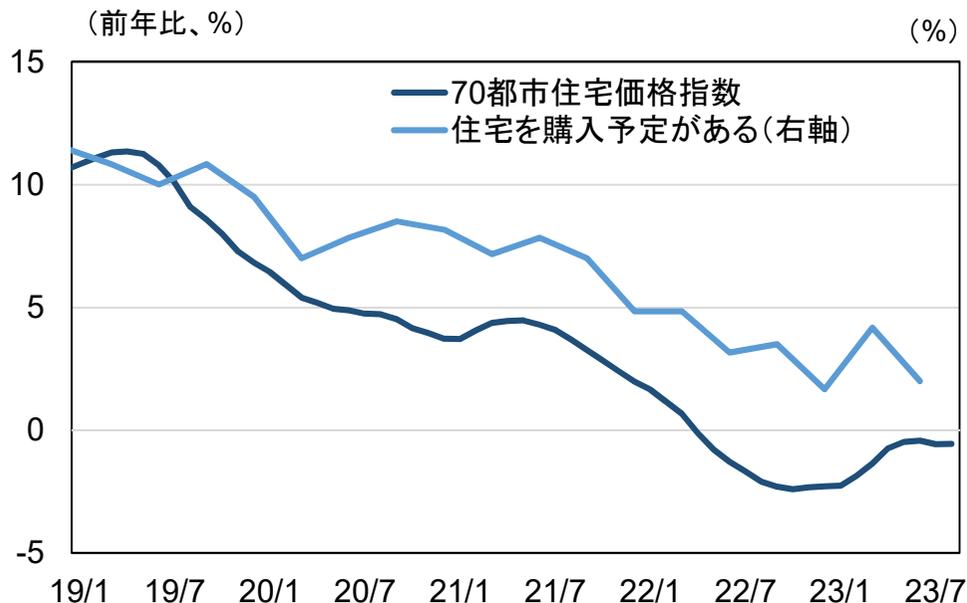


(出典) 国家統計局

## 中国経済②

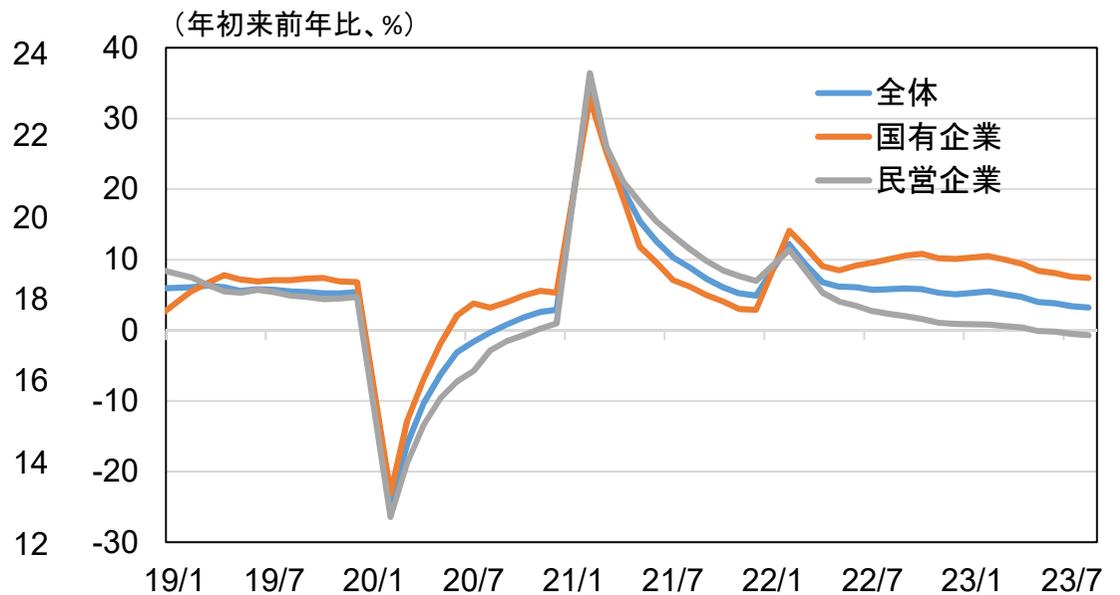
- 中国経済は、長引く住宅不況などの影響でやや減速すると見込む。住宅不況に関しては、価格下落の継続で消費者の購入意欲も低水準に留まっており、回復には時間を要すると見る。
- また投資に関しても伸び率鈍化が継続している。ただし政府は7月に、伸び率の低い民営企業の投資促進に向けた通達を出しており、徐々に持ち直しに向かう可能性はある。

### 住宅価格と住宅購入意欲アンケート



(出典) 国家統計局、中国人民銀行

### 固定資産投資

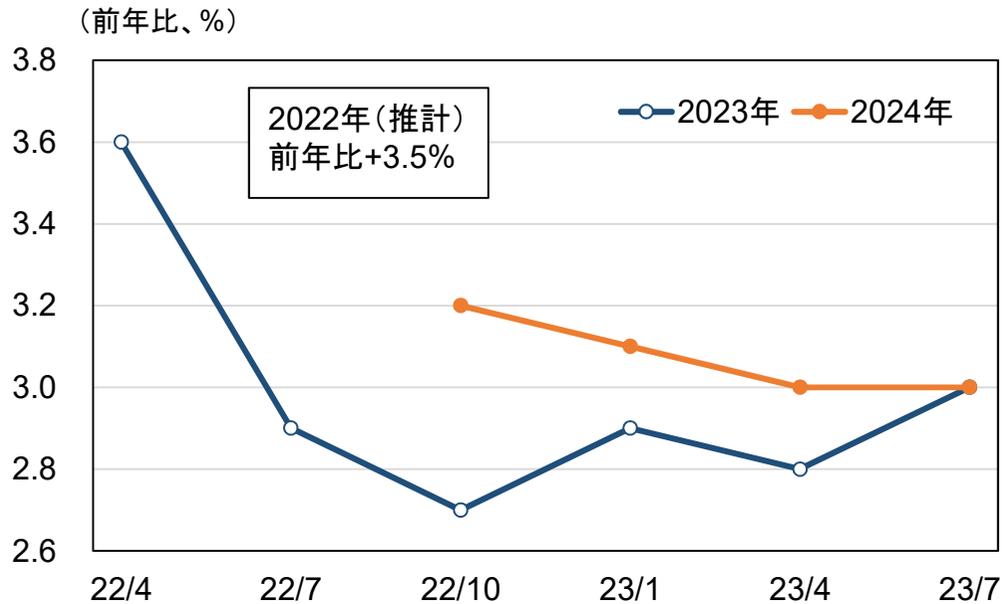


(出典) 国家統計局

# 輸出

- 輸出の前年比伸び率は、23年度+2.0%、24年度+2.0%となる見通し。23年度は、サービス輸出(インバウンド消費)の回復が続くものの、海外経済減速の影響を受け、緩やかな伸びに止まる。24年度は、半導体需要などの回復が見込まれる一方で、欧米の政策金利の高止まりが世界経済に影響し、23年度と同程度の伸びとなる。
- 前回見通し対比では、23年度は円安や供給制約緩和、中国の訪日団体旅行の解禁を踏まえ、見通しを引き上げた(6月時点+1.4%)。24年度は米欧の金融引締め環境の長期化を踏まえ、見通しを引き下げた(6月時点+2.3%)。

**IMF経済見通し(世界)**



(出典)IMF「World Economic Outlook」

**訪日外国人旅行消費額**

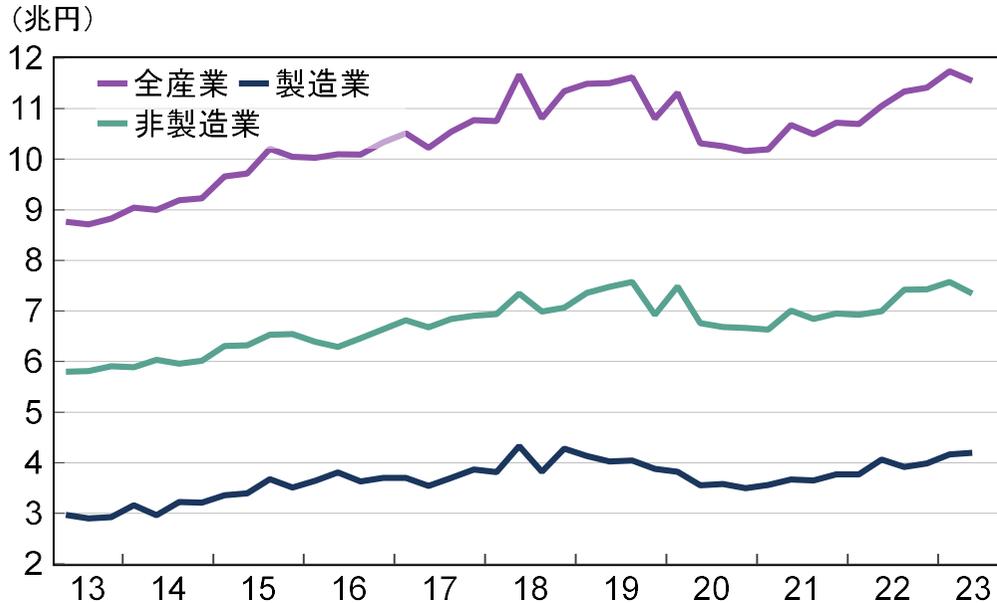


(出典)国土交通省「訪日外国人消費動向調査」

# 設備投資

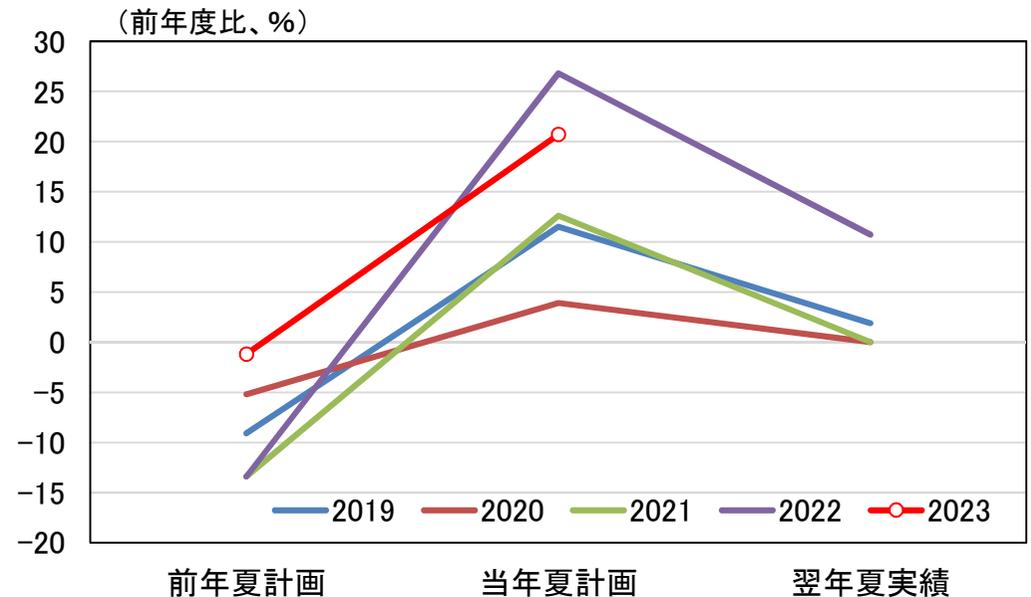
- 設備投資の前年比伸び率は、23年度+2.7%、24年度+2.4%となる見通し。好調な企業収益を背景に、緩やかな回復を続けると見る。特に製造業は電池を含むEV関連投資、非製造業は人流拡大への対応が中心となる。足もとの弱い実績値に対して投資計画は高水準を維持しており、年後半にかけて徐々に投資は実現されていくと見る。
- 前回見通し対比では、22年度中の計数改訂によるベース効果を勘案し、23年度を上方修正（6月時点+2.4%）。24年度は、輸出環境悪化により製造業の輸出向け投資が減速することを見込み、下方修正（6月時点+3.0%）。

### 設備投資(ソフトウェア除く、全規模、季節調整値)



(出典)財務省「法人企業統計」

### 大企業の設備投資計画



(出典)日本政策投資銀行「2023年度設備投資計画調査」

## 企業収益

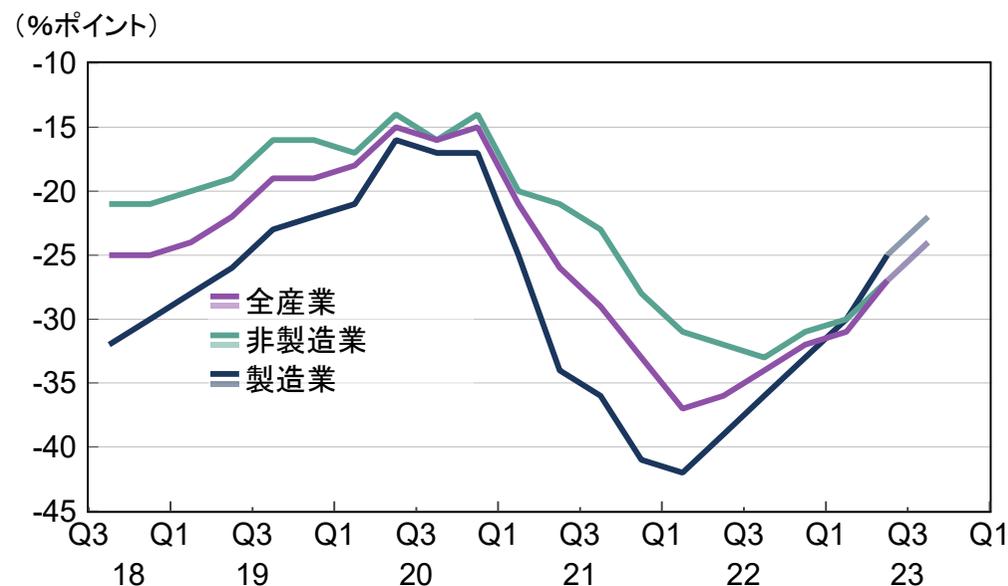
- 設備投資の原資となる企業収益は、引き続き回復している。非製造業では国内経済の再開、製造業では供給制約の解消・円安・価格転嫁による自動車関連の好調が押し上げ要因となっている。
- 23年度後半にかけて、インバウンド需要の増加や交易条件の回復、また価格転嫁が引き続き見込まれる。また、24年度は、欧米の政策金利の高止まりによる影響も懸念されるものの、底堅い内需に支えられ緩やかな改善を続けると見込む。

### 経常利益(全規模、季節調整値)



(出典)財務省「法人企業統計」

### 価格転嫁の状況(全規模)



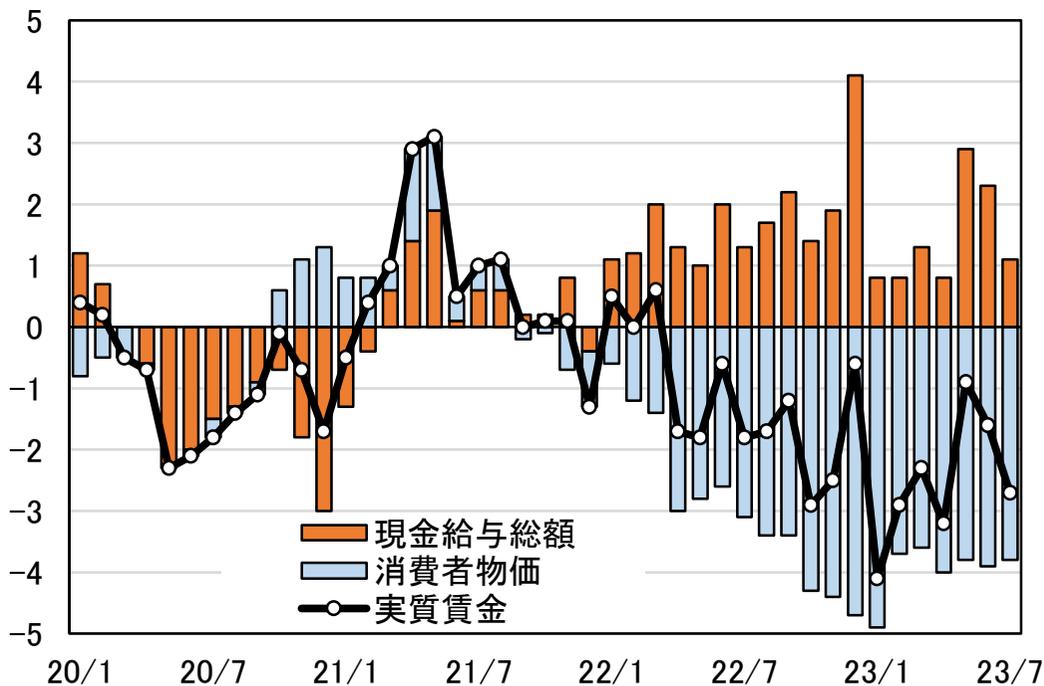
(注)販売価格DI-仕入価格DI。薄い線は先行きの見通し。

(出典)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

## 個人消費①

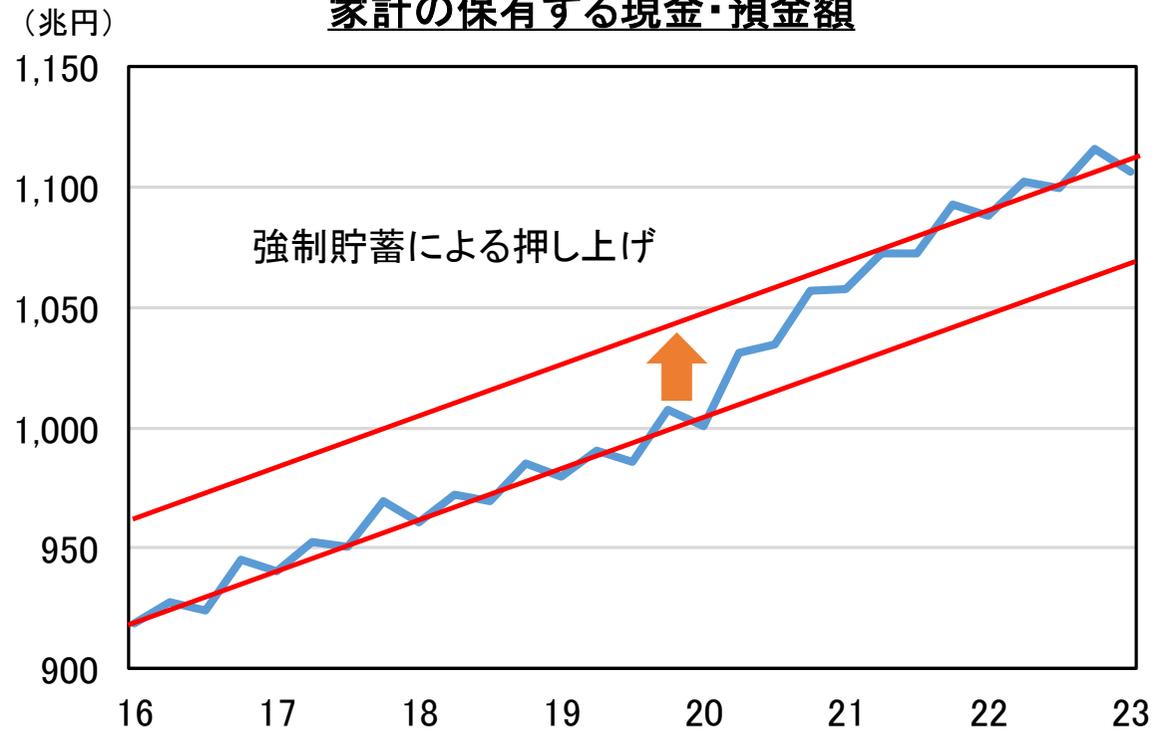
- 個人消費の前年比伸び率は、23年度+0.8%、24年度+1.2%となる見通し。当面は物価高が重石となるも経済活動の正常化から、その後もコストプッシュインフレの収束と賃上げを背景に、緩やかな回復が続くと見る。
- 前回対比では、23年度は、コストプッシュインフレの長期化を主因に強制貯蓄の取り崩しが進んでいないことなどを踏まえ、見通しを引き下げた(6月時点+1.3%)。24年度については、政府対策の終了によるエネルギー価格の反動やサービス価格上昇が見込まれるが、高めの賃上げも続くことが見込まれることから、消費の見通しは不変とした。

(前年比、寄与度、%) **実質賃金**



(出典)厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「消費者物価指数」

(兆円) **家計の保有する現金・預金額**



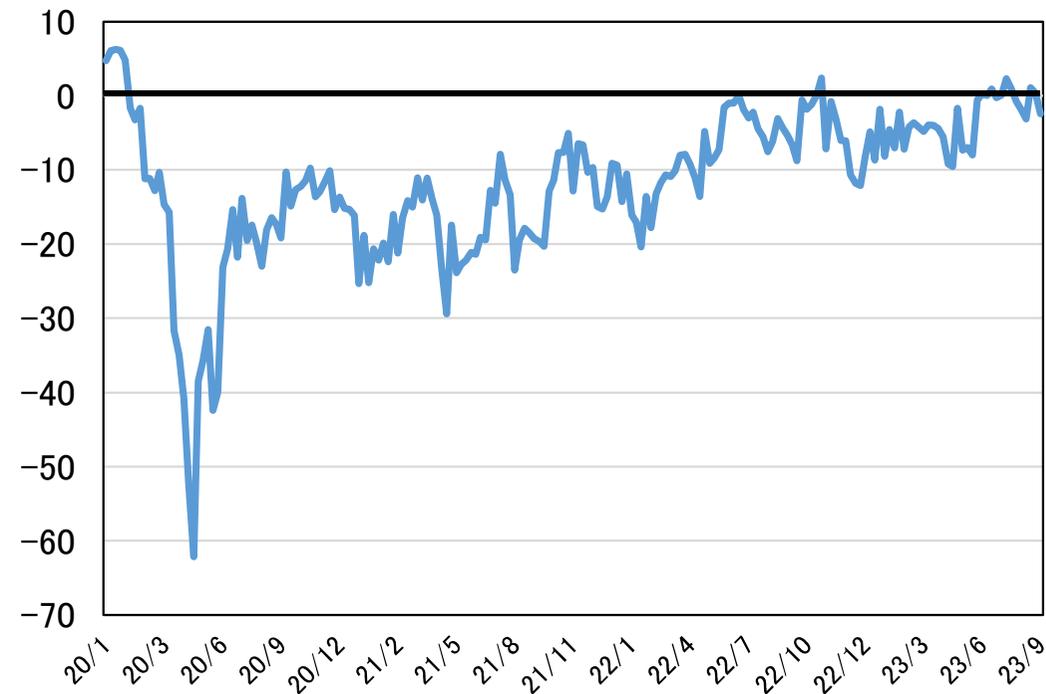
(出典)日本銀行「資金循環統計」

## 個人消費②

- 人流については、台風等の影響によって一時的に低迷したが、トレンドとしては、概ねコロナ以前の水準に回復しつつある。
- 消費活動指数(旅行収支調整済み)は横ばい圏内で推移。消費者態度指数は改善トレンドにあり、消費全体として緩やかな回復基調は変わっていないと見る。

### 移動データ(Agoop)

(2019年同週比、%)

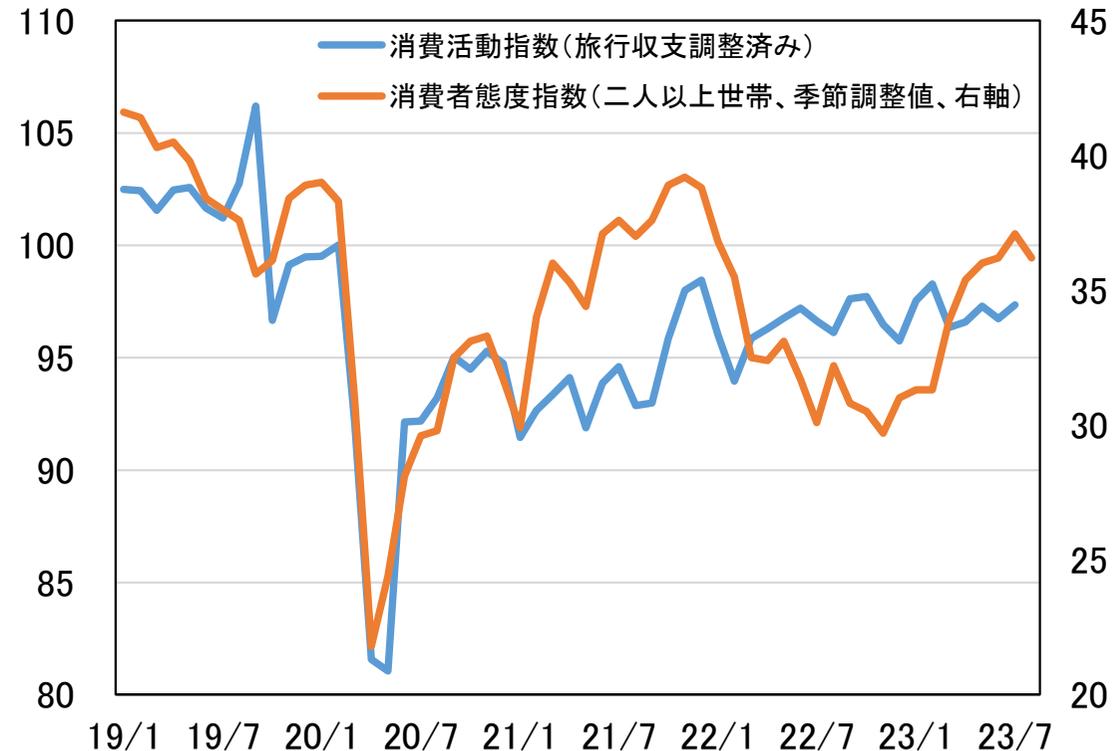


(注)直近は9月第1週。

(出典)V-RESAS

### 消費活動指数と消費者態度指数

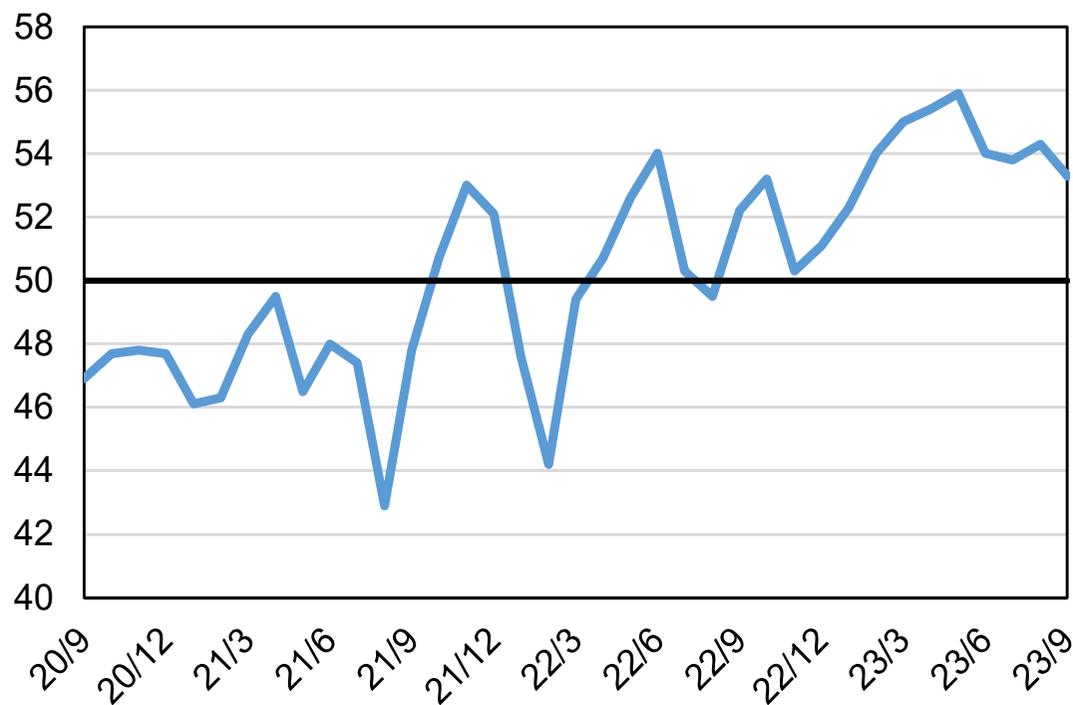
(2015年=100)



## 個人消費③

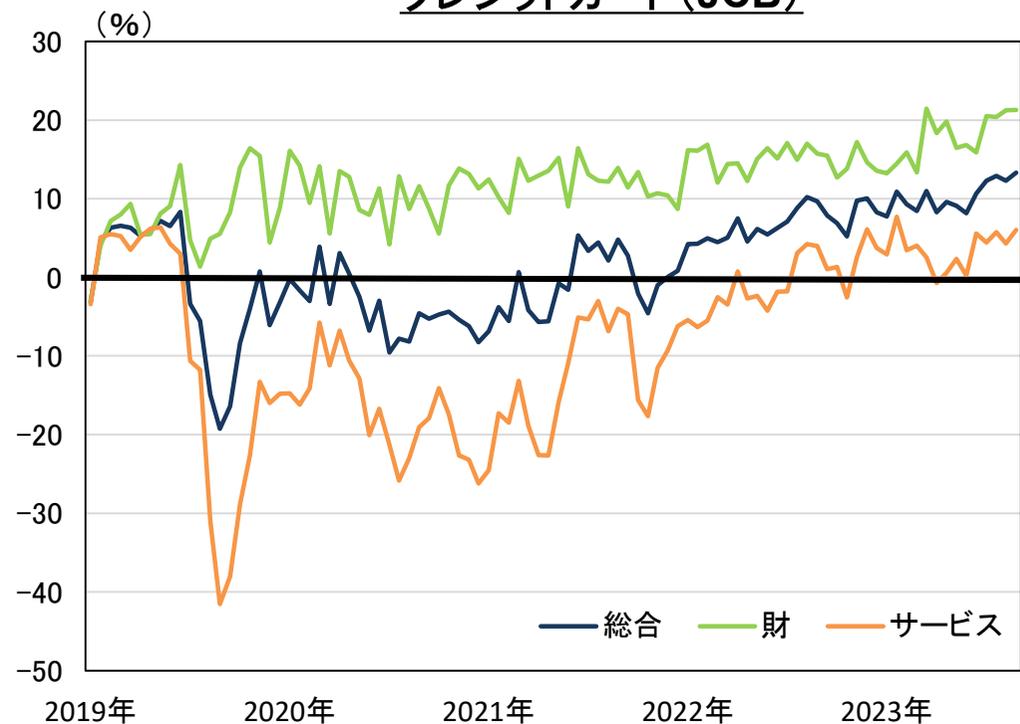
- サービス業の景況感は、引き続き高水準。
- クレジットカード決済データからも、消費の回復トレンドに変調は見られない。今夏の悪天候によって見送られたサービス消費(旅行需要等)を完全に取り返すことは難しいものの、賃金の上昇やコストプッシュインフレの収束を前提に、24年度にかけても回復トレンドを維持すると見る。

### サービスPMI(じぶん銀行)



(出典) auじぶん銀行

### クレジットカード(JCB)



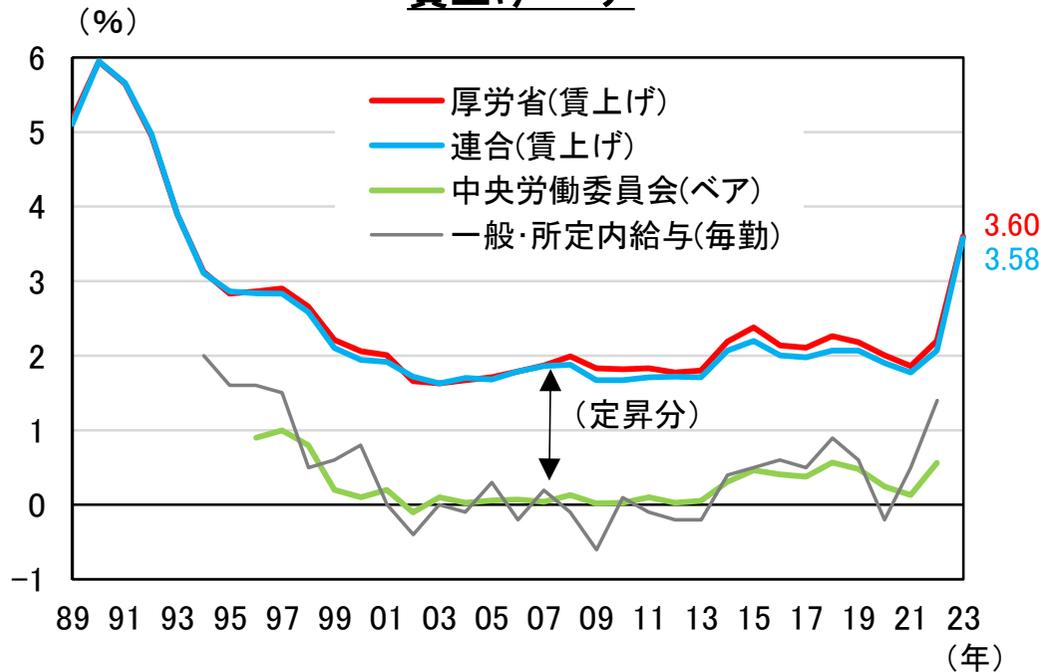
※ベースラインは2016~2018年度の当該半月の平均、直近は8月後半。

(出典) 株式会社ナウキャスト「JCB消費NOW」

# 雇用・賃金

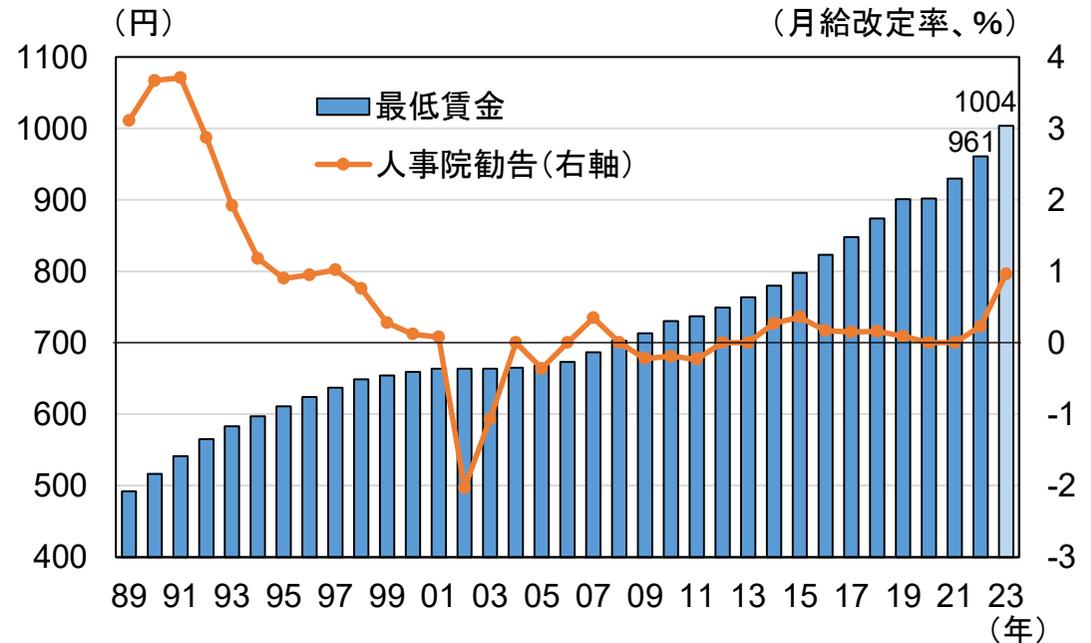
- 23年の賃上げは、厚労省・連合とも、定昇込みで+3%台半ば、ベアとしては+2%程度で着地した。
- 今年の最低賃金の大幅な引き上げが答申され、また人事院勧告でも20数年ぶりとなる上昇幅が提示されるなど、政府側からの賃上げに向けたプッシュの動きは続いており、24年度も高めの賃上げが続く公算が強まっている。今後、インフレ率が徐々に低下し、実質賃金がプラスに復していく中では、物価と賃金の間でポジティブなメカニズムが働いていくことが期待される。ただし、2%の物価安定目標に見合うほどの賃上げが定着するかは依然不透明。

### 賃上げ・ベア



(出典)厚生労働省、連合、中央労働委員会

### 最低賃金と人事院勧告



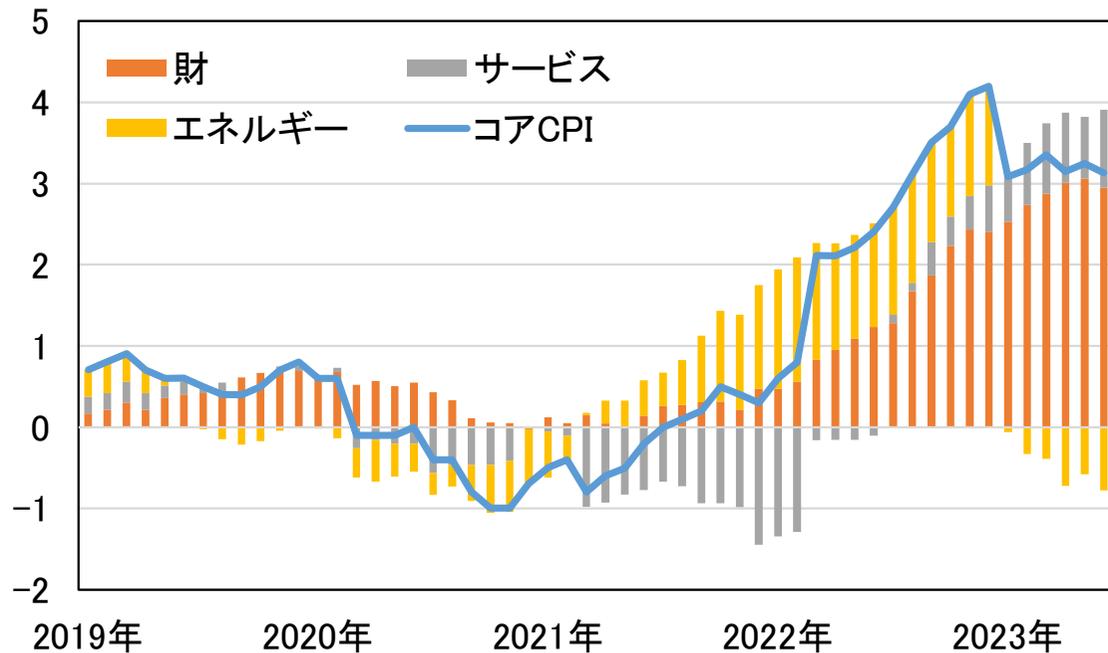
(出典)厚生労働省、人事院

## 消費者物価①

- 消費者物価は、輸入物価の低下に伴い、上昇幅の縮小が見込まれていたものの、足もと後ずれしている。足もとの円安のほか、既往のコスト上昇分の転嫁を進める企業の姿勢が予想以上に根強いことが背景にある。
- エネルギー価格は、政府の抑制策(今回の延長分を含む)が23年度は押し下げに寄与するが、24年度にその反動が見込まれる。エネルギー以外の財価格については、コストプッシュインフレの収束に伴い、伸び率は徐々に低下する見通し。ただし、企業の値上げの動きがなお続けば、低下ペースが緩慢になる可能性はある。

### コアCPI(全国)

(%、前年比)

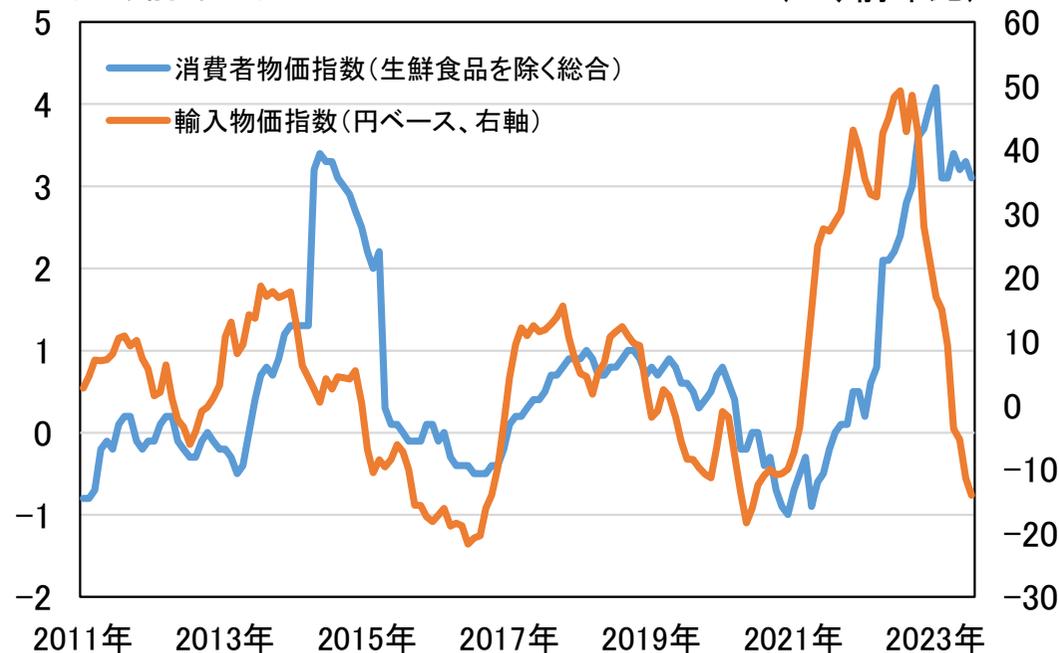


(出典)総務省「消費者物価指数」

### コアCPIと輸入物価

(%、前年比)

(%、前年比)

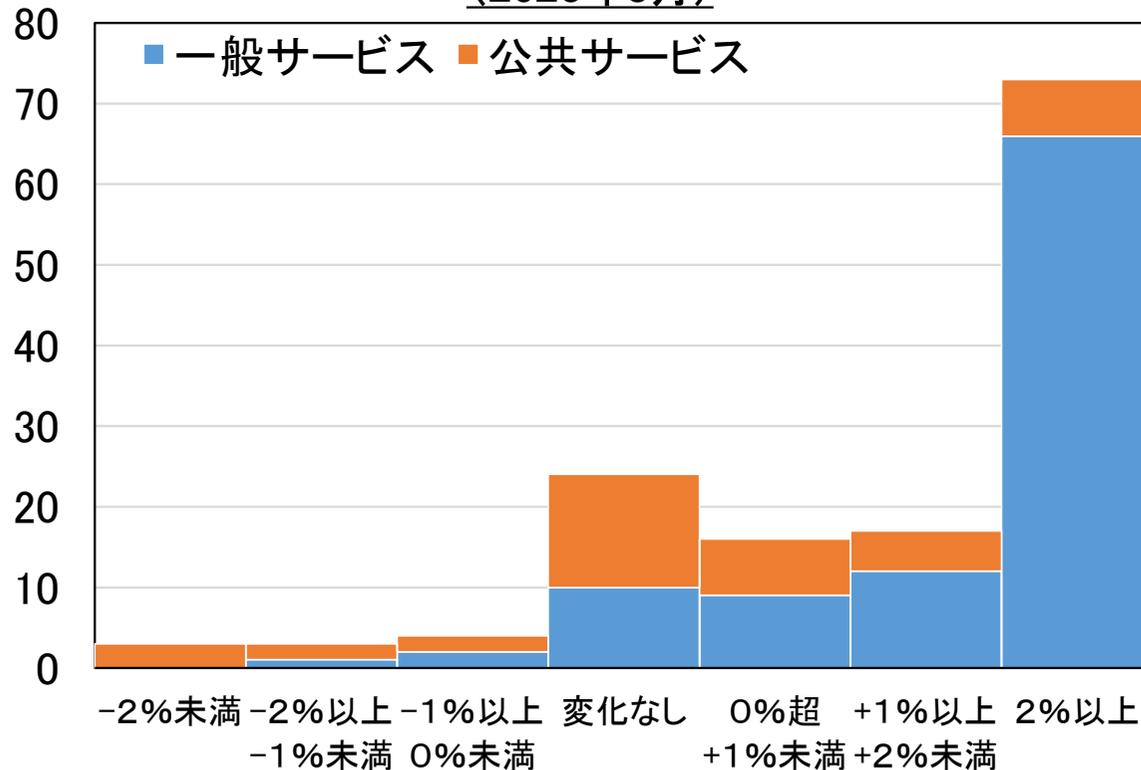


(出典)総務省「消費者物価指数」

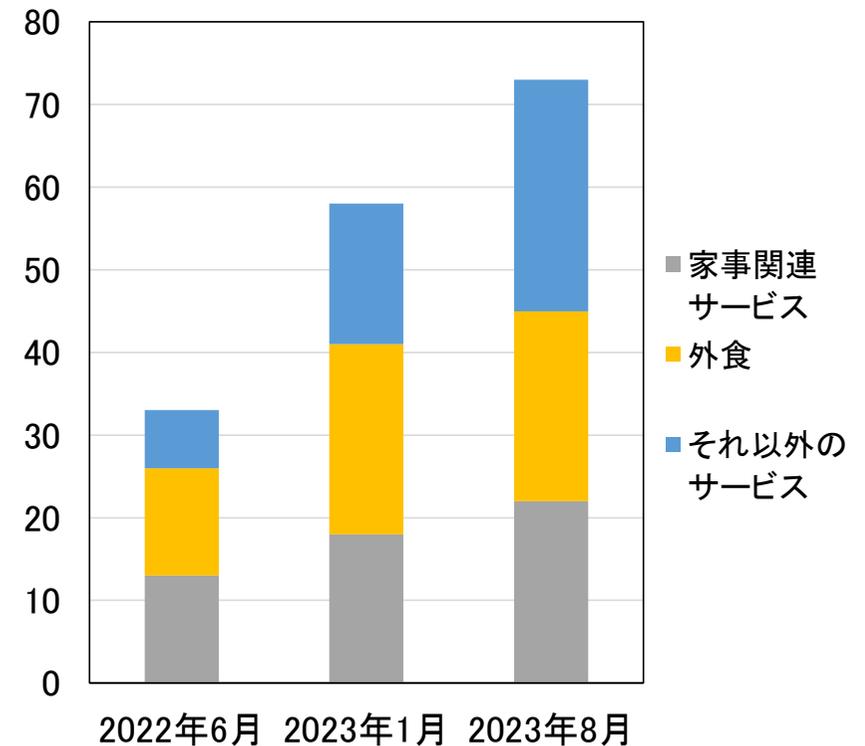
## 消費者物価②

- サービスのうち、上昇率が前年比+2%以上となる品目は半数超となっており、公共サービスを除く一般サービスに限ると約7割となっている。内訳をみると、必ずしも財のコストプッシュインフレに直接連動する品目ばかりではない。
- サービス価格にも物価上昇圧力が波及しており、24年度にかけても、高めの賃上げがサービス価格の上昇継続につながる蓋然性が高まっている。

**CPIサービス品目の前年比の分布**  
(2023年8月)



**前年比+2%以上の上昇を示すサービス品目数**  
(2023年8月)





# 3. トピック解説

## 不動産市場のテコ入れに舵を切った中国政府

- 中国政府は、自らの既往の引締め策によって不動産市場が過度に冷え込み、販売減少等によって不動産開発業者等の資金繰りが悪化している事態や、販売済みの住宅が竣工に至らない事態を憂慮。2022年後半以降、段階的に緩和策を打ち出している。
- しかし、なかなか市況の回復が進まない中、2023年7月に入り、「住房不炒（家は住むためのものであり投機の対象ではない）」の方針を撤回し、消費者の住宅購入を支援する新たな施策を打ち出した。先行きの中国景気は、こうした新施策の（あるいは今後も追加策が打ち出されるならそれも含めた）効果次第の面があり、注目を要する。

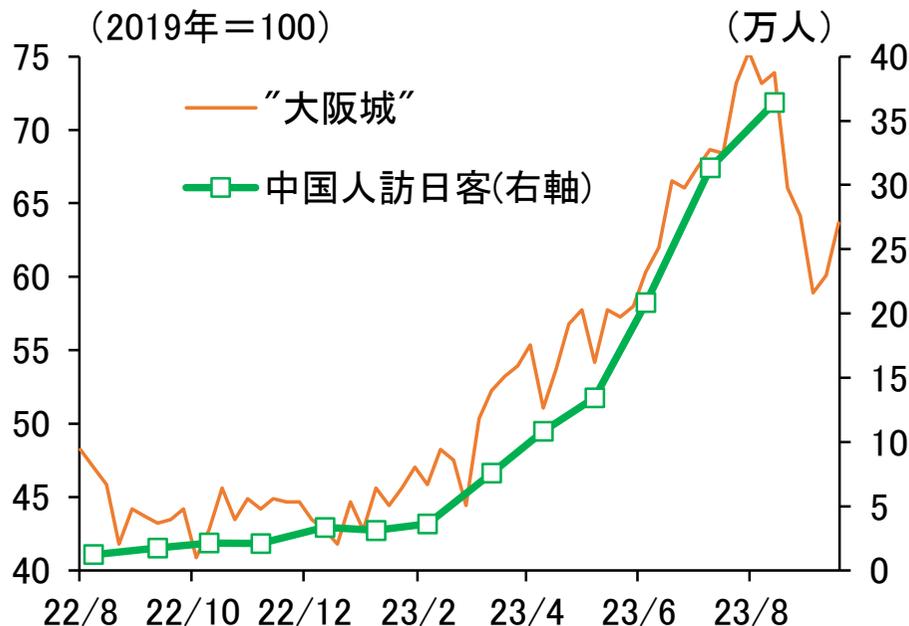
### 中央政府による主な不動産市場緩和策（2022年後半～）

2022年9月	建設に必要な資金の融資促進	不動産建設の完了を支援
2022年10月	（大都市以外で）1件目の住宅ローン金利下限撤廃が可能に	
2022年11月	「金融による不動産市場の安定的で健全な発展のサポートを徹底する通知」（16ヵ条措置）	不動産業者を支援
2022年12月	国有銀行による不動産企業向け融資枠の設定	
2023年1月	「3つのレッドライン」の緩和	消費者を支援
2023年7月	「住房不炒（家は住むためのものであり投機の対象ではない）」の方針を撤回	
2023年7月	「金融による不動産市場の安定的で健全な発展のサポートを徹底する通知」（16ヵ条措置）の延長	
2023年8月	融資条件の緩和（条件付きで既存の住宅ローン金利引き下げ、一部都市における頭金比率引き下げ）	
2023年9月	一線都市（上海、北京など）でも、融資条件を緩和	

## 検索データによる中国人訪日客数のナウキャストの試み

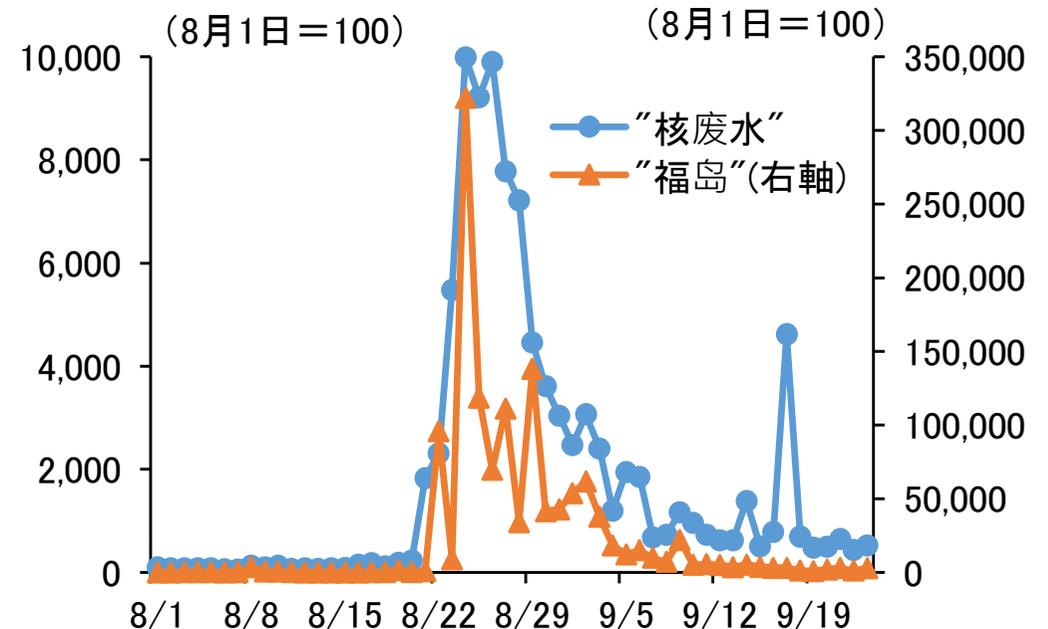
- 検索データを用いて中国人訪日客のナウキャスト(足もと予測)を行ったところ、昨年夏の水際緩和以降、日本の観光地に対する中国現地からの検索数が、訪日客の動向と良くフィットしていることが確認された。
- 足もとの検索数は、8月下旬以降の処理水を巡る日中摩擦から大幅に減少。8月の中国からの団体旅行解禁という好材料にもかかわらず、目先の訪日旅行客数の増勢が鈍化する可能性が示唆される。ただし、処理水関連の検索も9月入り後は減少しており、足もとのナウキャスト結果が過去と同等の予測精度を維持するのかは、現時点で不透明。

### 中国人訪日客数と検索データ(百度指数)



(出典) 日本政府観光局「訪日外客数」、百度

### 処理水関連の検索動向(同)

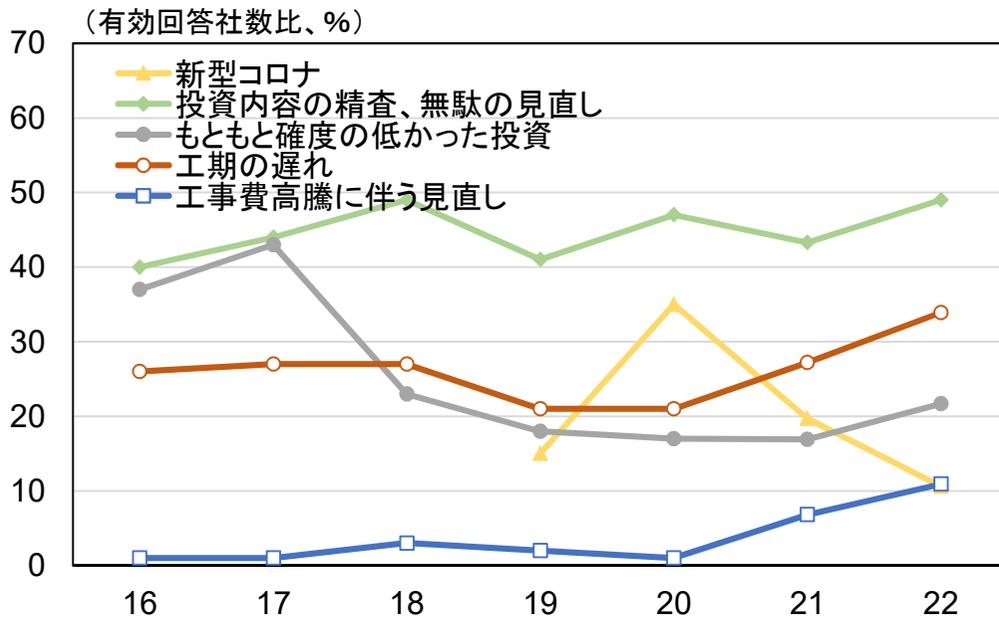


(注) 情報指数。核廃水は中国における処理水の呼称の1つ。

## 設備投資の制約要因(建設現場の人員不足など)

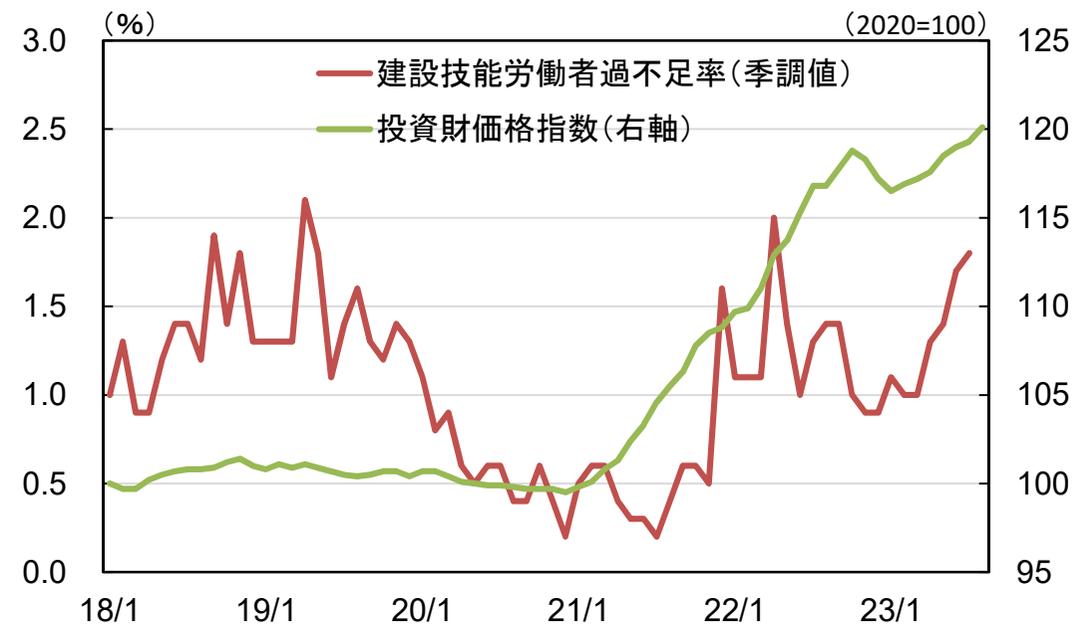
- 企業の23年度設備投資計画は引き続き強い一方、4~6月のGDP設備投資や最近の一致・先行指標はそこまで強くなく、両者にはギャップが存在する。
- 21~22年度は工期の遅れや工事費高騰が一部の投資実現を押し下げた。足もと建設業の人手不足は高まり、一服していた投資財価格も再び上昇しているため、23年度もそれらが設備投資の制約要因となるリスクがある。

### 設備投資の実績が当初計画を下回った理由 (大企業全産業)



(出典) 日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査」

### 建設業における人手不足と投資財価格



(出典) 内閣府「機械受注統計」



SOMPO インスティテュート・プラス

---

安心・安全・健康のテーマパーク